



# Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista  
+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński

Ekonomista  
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analityk rynków finansowych  
+48 22 598 22 36

17 lutego 2021

## Informacje na dziś

- **PL:** Dziś opublikowane zostaną dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw za styczeń. Spodziewamy się wyhamowanie dynamiki wynagrodzeń do 4,5% r/r z 6,6% r/r w grudniu, a także nieznacznego pogłębienia spadku zatrudnienia do -1,5% r/r wobec -1,0% miesiąc wcześniej. Styczeniowe dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw obarczone są większą niepewnością ze względu na zmianę próby przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 9 osób. Z tego też powodu wartość predykcyjna publikowanych dziś danych jest mniejsza.
- **US:** Dziś poznamy dane dotyczące amerykańskiej sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej. Spodziewany jest wzrost sprzedaży detalicznej o 0,7% m/m, co w stosunku do poprzedniego miesiąca oznaczałoby przyspieszenie wzrostu. Pogorszenie w stosunku do poprzedniego miesiąca oczekiwane jest w przypadku produkcji przemysłowej, która według konsensusu wzrosła w styczniu o 0,4% m/m. Dane te nie powinny istotnie wpłynąć na oczekiwania co do perspektywy amerykańskiej gospodarki.

## Wydarzenia i komentarz

- **GE:** Indeks ZEW obrazujący oczekiwania analityków i inwestorów co do perspektyw niemieckiej gospodarki wzrósł w lutym do 71,2 pkt. z 61,8 pkt. miesiąc wcześniej. To wynik znacznie lepszy od oczekiwań wskazujących na jego spadek do 59,5 pkt. Jednocześnie pogorszył się indeks odzwierciedlający bieżącą ocenę sytuacji, który w lutym wyniósł -67,2 pkt. wobec -66,4 pkt. w styczniu i konsensusie na poziomie -66,5 pkt. Przedłużający się lockdown w Niemczech, a także części innych krajów Unii Europejskiej negatywnie wpływa na ocenę bieżącej sytuacji, natomiast widać jest dużą wiarę inwestorów w rychłą poprawę perspektyw. Ścieżka ożywienia niemieckiej gospodarki, ale też gospodarki całej UE zdeterminowana będzie przebiegiem szczepień. Szybsze uzyskanie zbiorowej odporności da impuls do trwałej odbudowy gospodarki dotkniętej kryzysem pandemicznym.

## Rynki na dziś

Przed nami niezwykle interesująca sesja na krajowym rynku długu. Dziś Narodowy Bank Polski przeprowadzi bowiem przetarg odkupu obligacji, który będzie - w naszej ocenie - testem jak mocno bank centralny jest zdeterminowany, by przeciwdziałać dynamicznemu trendowi wyższości dochodowości skarbowych papierów wartościowych. Liczymy, że chcąc ograniczać spadki cen długu skarbowego NBP zdecyduje się nabyć dług za wyższą niż w ostatnich miesiącach kwotę. Źródłem gwałtownego wzrostu dochodowości jest niedawny wyższy od oczekiwań odczyt inflacji CPI, czy wcześniejsze mniej łagodne wypowiedzi prezesa Głapińskiego na temat prawdopodobieństwa obniżek stóp procentowych. Efektem między innymi wzrost notowań kontraktów FRA - obrazujących perspektywy polityki pieniężnej. Wczoraj notowania FRA 12x15 zwykływały do poziomu 0,50%, co oznacza zdyskontowanie podwyżki stóp procentowych o 25 bps w horyzoncie roku. Naszym zdaniem jest to scenariusz zbyt agresywny i powinien spotkać się z rynkową korektą. O nią jednak obecnie jest trudno, gdyż oczekiwania normalizacji polityki pieniężnej pod wpływem reflacyjnych trendów pojawiają się także w innych gospodarkach tej części Europy. W przypadku złotego pozostaje on w klinczu dobrych perspektyw gospodarczych i wspomnianych oczekiwań na zacieśnianie polityki pieniężnej oraz możliwości interwencji walutowych NBP i kwestii możliwej konwersji walutowych kredytów hipotecznych. Przedział 4,46 - 4,5050 PLN za EUR przyjmujemy za najbardziej prawdopodobny w najbliższych dniach.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,4945	0,3%
USD/PLN	3,7156	0,5%
CHF/PLN	4,1594	0,2%
EUR/USD	1,2101	-0,2%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	0,19	0
WIBOR 3M	0,21	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,17	4
5Y	0,76	24
10Y	1,41	6

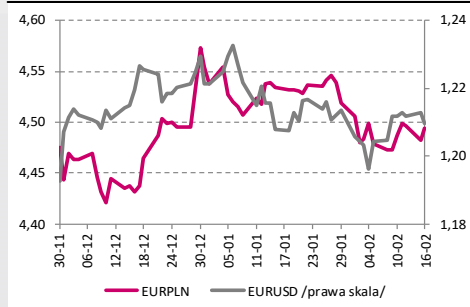
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,48	3
5Y	1,05	7
10Y	1,60	8

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,37	2
US 10Y	1,26	5

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	59415,7	1,7
S&P 500	3931,5	-0,1
Nikkei 225	30467,8	1,3

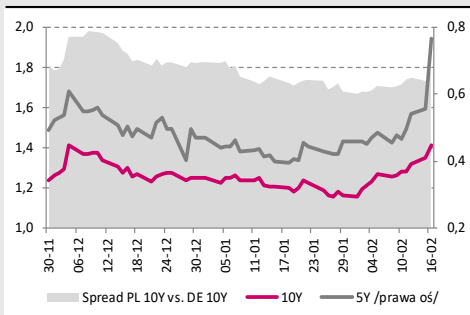
Źródło: Refinitiv  
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



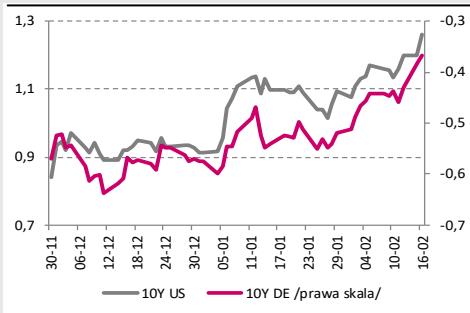
Źródło: Refinitiv

## Rentowności polskich obligacji [%]



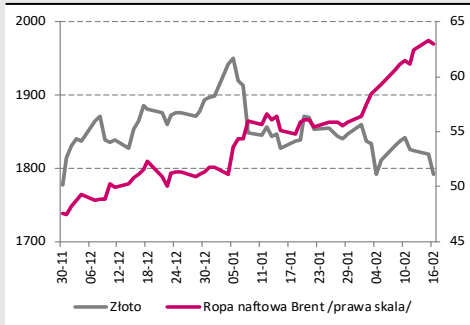
Źródło: Refinitiv

## Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Refinitiv

## Ceny surowców [USD]



Źródło: Refinitiv

## Rynek krajowy

Kurs EUR/PLN wzrósł nieznacznie we wtorek, choć jego zmienność nie była zbyt duża, gdyż nie przekroczyła dwóch groszy. Konsekwentnie od kilku dni notowania poruszają się w wąskim przedziale 4,4680 - 4,5050. W kierunku aprecjacji złotego oddziałują światowe trendy reflacyjne a osłabienia polskiej waluty możliwe interwencje walutowego Narodowego Banku Polski, czy kwestia możliwej konwersji walutowych kredytów hipotecznych. Przyznać jednak należy, iż wczoraj spadek wartości do euro widoczny był nie tylko w przypadku złotego, ale i pozostałych walut regionu tj. węgierskiego forinta, czy czeskiej korony. Spora w tym także zasługa czynników technicznych. Zdecydowanie więcej emocji obserwowaliśmy na krajowym rynku długu. Wtorkowe zmiany - w szczególności w segmencie pięciu lat - można uznać za spektakularne. Dochodowość 5-latką wzrosła bowiem aż o kilkanaście punktów bazowych do 0,75% do najwyższego od sierpnia poziomu. Tu natomiast zabrakło już regionalnej spójności, gdyż zmiany 5-latką czeskiej, czy węgierskiej były zdecydowanie mniejsze. Takie zachowanie jedynie częściowo można wiązać z opublikowanym w poniedziałek wysokim inflacją CPI w Polsce. W ostatnich dniach byliśmy bowiem świadkami pozytywnych niespodzianek w danych inflacyjnych państw Europy Środkowo-Wschodniej. Zmianie nie uległa ponadto narracja Narodowego Banku Polski, co mogłoby tłumaczyć tak silną wyprzedzą. Ruch wzrostu rentowności niezmiennie wiązaliśmy jednak z reflacyjnym scenariuszem granym przez inwestorów w Europie, który w naszej ocenie zaczyna być zdecydowanie przesadzony. Kontrakty FRA dyskontują pierwszą podwyżkę stóp procentowych już w rocznej perspektywie, co nie znajduje odzwierciedlenia między innymi w prezentowanym przez NBP scenariuszu bazowych, którym jest stabilizacja kosztu pieniądza. Wczoraj Ministerstwo Finansów poinformowało, iż na jutrzejszym przetargu zaoferuje obligacje serii OK0423, PS10265, DS1030, WZ1126 i WZ1131 o łącznej wartości 4-6 mld PLN tj. o 1 mld PLN mniej niż wynikało z maksymalnej pierwotnej podaży podanej na koniec stycznia.

## Rynki zagraniczne

Na rynek eurodolara powróciła zmienność. Wczorajsza amplituda wahań wyniosła około 80 pipsów - najwięcej od tygodnia - jednak niewiele z niej wynikało. Kurs EUR/USD stabilizował się bowiem w dalszym ciągu wokół poziomu 1,2130. Co istotne wrażenia na inwestorach nie zrobiła między innymi niespodzianka w odczycie indeksu ZEW dla niemieckiej gospodarki. Pozytywna niespodzianka w danych z Niemiec nie wywołała umocnienia euro także w zestawieniu z innymi walutami jak np. frank szwajcarski. Kurs EUR/CHF pozostawał stabilny skupiony wokół poziomu 1,08. Ponownie najciekawiej prezentowały się zmiany na rynku obligacji bazowych. Mimo prezentowania - dwa tygodnie temu - przez niektórych członków Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego możliwości obniżki stóp procentowych w strefie euro, czy wczorajszej informacji Bundesbanku, iż „oczekiwania inflacyjne w Niemczech spadły w ubiegłym miesiącu, mimo że ceny wzrosły” dochodowość Bunda osiągnęła poziom -0,37%, czyli maksimum z czerwca ubiegłego roku. Trend wzrostowy rentowności - choć argumentowany oczekiwanym poluzowaniem polityki fiskalnej - zdecydował natomiast o spadku cen amerykańskich obligacji. W rezultacie 10-latką USA zwyżkowała w dochodowości o 5 bps do poziomu 1,26%.

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Piątek 12 lutego</b>						
10:00 PKB nsa r/r	Polska	Q4	-1.5%	-2.8%	-2.9%	-3.0%
<b>Poniedziałek 15 lutego</b>						
<b>Dzień wolny od pracy</b>	<b>USA</b>					
10:00 Inflacja CPI r/r	Polska	Styczeń	2.3%	2.7%	2.4%	2.2%
14:00 Saldo rachunku obrotów bieżących EUR	Polska	Grudzień	1725m	430m	1058m	730m
<b>Wtorek 16 lutego</b>						
11:00 PKB SA r/r rewizja	EZ	Q4	-4.3%	-5.0%	-5.1%	
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Luty	61.8	71.2	60.0	
<b>Środa 17 lutego</b>						
10:00 Wynagrodzenie r/r	Polska	Styczeń	6.6%		4.6%	4.5%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Styczeń	-1.0%		-1.1%	-1.5%
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Styczeń	-0.7%		0.7%	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Styczeń	1.6%		0.4%	
20:00 Opis posiedzenia FOMC	USA	Styczeń				
<b>Czwartek 18 lutego</b>						
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Styczeń	0.0%		0.5%	0.6%
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Styczeń	11.2%		1.0%	-1.2%
13:30 Opis posiedzenia EBC	EZ	Styczeń				
14:30 Pozwolenia na budowę domów	USA	Styczeń	1704k		1653k	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	12 lutego	793k			
<b>Piątek 19 lutego</b>						
09:30 Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Luty	57.1		56.5	
09:30 Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Luty	46.7		46.5	
10:00 Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Luty	54.8		54.4	
10:00 Wstępny PMI w usługach	EZ	Luty	45.4		45.9	
10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r	Polska	Styczeń	3.4%		-7.3%	-12.0%
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Styczeń	-0.8%		-4.5%	-3.8%
15:45 Wstępny PMI w przemyśle	USA	Luty	59.2			
15:45 Wstępny PMI w usługach	USA	Luty	58.3			
<b>Poniedziałek 22 luty</b>						
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Luty	90.1			

Źródło: Bloomberg, Millennium Bank S.A., Parkiet